



一般社団法人 投資信託協会
広報部 調査広報室 調査広報室レポート

インデックスファンドが席卷する日本の投資信託

－日本の特異事情と求められるアクティブファンドの活性化－

1. 問題意識
2. パッシブ化が進む日本の投資信託市場
 - (1) インデックスファンド比率の上昇と日本の特異事情
 - (2) 日本のインデックスファンド・アクティブファンドの運用効率
3. 運用管理費用（信託報酬）率の推移と投資信託運用会社の収益率推移
 - (1) 運用管理費用（信託報酬）率の低下
 - (2) 投資信託運用会社の収益率推移
4. 長期的に劣る日本株式のパフォーマンスと求められるアクティブファンドの活性化

2024年3月12日

一般社団法人投資信託協会 広報部調査広報室長 青山直子
（協力者：広報部調査広報室 主任 篠原仁）

1. 問題意識

日本の投資信託のETFを除く公募株式投信の残高は2024年1月末時点で111兆円であり、これは過去最高額である。10年前の2014年1月末は55兆円であり、2倍の伸びを見せている。その背景には、2001年からの確定拠出年金や2014年からの旧NISAといった国の支援とも言える制度によって資産形成や資産運用の意識が醸成され、その方法として投資信託が利用されていることは自明であろう。そのなかでインデックスファンド¹の比率が急増している。

非課税制度である確定拠出年金やNISAでインデックスファンドが選ばれるなかで、投資者にとって税金以外の費用である販売手数料は無料化し、信託報酬率は低減の一途を辿っている。資産形成のためのインデックスファンドによる投資が広がることは望ましいことである一方、投資信託が人々にとって生活必需品となれば、社会インフラとして価格競争が進み、投資者にとってのコストはより低減していくことが予想される。

近年、投資信託を提供する金融機関では富裕層ビジネスに向かう動きも見られる。それは、小口投資者の拡大は、収益に貢献しないことに理由の一端があると思われる。

本稿では、日本の投資信託のインデックスファンドとアクティブファンド²の推移を振り返り、アクティブファンドの活性化の必要性について考察したい。

2. パッシブ化が進む日本の投資信託市場

(1) インデックスファンド比率の上昇と日本の特異事情

日本のETFを除く公募株式信託追加型のうち、インデックスファンドの比率は、図表1が示すように2010年時点では8.4%であり、米国では11.3%であった。しかし、2023年には日本では29.3%にまで上昇し、米国とほぼ同程度の水準になったと見られる³。投資信託の中でインデックスファンドの比率が高まる所謂パッシブ化は、米国より日本の方が速く進んでいると言えよう。また、アクティブファンドの比率を、米国、英国と、株式上場時価総額が英国を抜いたインドを投資信託の新興国の例として日本と比べると、日本の低さが見てとれる(図表2)。

アクティブ運用とパッシブ運用の歴史的変遷については杉田 [2018] 『投資信託の世界』

¹ 本稿における日本のインデックスファンドは、投資信託協会統計 公募株式投信(追加型)(除くETF)のうちインデックスを示す。

² 本稿における日本のアクティブファンドは、投資信託協会統計 公募株式投信(追加型)(除くETF)のうちインデックス以外を示す。

³ ETFを考慮して比較すると、各国投資信託協会統計から、2022年末ではおおよそ日本57%、米国46%、英国33%、インド16%と推測できる。

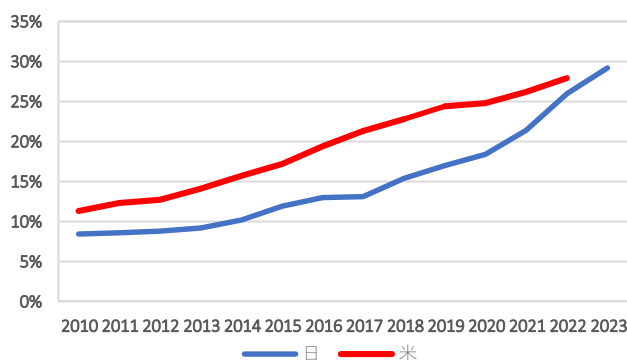
4に詳しく、「両者の間で振り子は極端から極端に振れてきたが、主軸は穏健なアクティブファンドにあったと言える」ことが述べられている。また、2016年の時点で米国に見られるパッシブ化の理由として、「米国株式市況の長期上昇が続く中で、投資家の米国株全体（いいかえれば指数）の収益性に対する確信が深まった」、「投資家のコスト意識の高まり」などが挙げられている⁵。この点は現在の日本の投資信託に通じるが、日本にはさらに特異な事情があるのではないだろうか。

図表2が示すように、日本の投資信託残高のGDP比は、米国や英国に比べてかなり低い。日本では、投資信託が個人の資産運用に十分に利用される途上にあると言えるだろう。米国や英国ではアクティブファンドを中心に投資信託が人々に普及した後、インデックスファンドが台頭したため、インデックスファンドの比率の上昇が比較的緩やかに進んでいると考えられる。一方、日本ではアクティブファンドが個人の資産運用に広く利用されないうちにインデックスファンドが注目されるようになってきたため、パッシブ化が急速に進んでいると言えるのではないだろうか。インデックスファンドで積立投資による資産形成を始めた人々が、後からアクティブファンドに目を向けることは、通常であれば考えにくい。日本では米英などに比べて投信の普及が遅れた分、パッシブ化はより速く進みやすいと思われる。

(2) 日本のインデックスファンド・アクティブファンドの運用効率

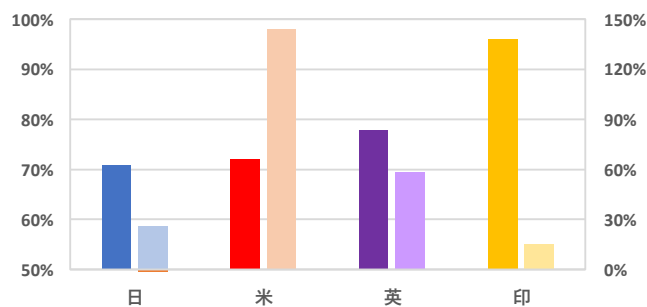
図表3は、主な資産の市場指数と、日本のインデックスファンドとアクティブファンドの運用増減額⁶をリターンとみなした推移の比較である。2024年1月までの過去10年では、

(図表1) インデックスファンド比率 (除くETF)



(出所) 投資信託協会統計データ、ICI (米国投資信託協会)『Investment Company Fact Book Data Tables』より作成

(図表2) アクティブファンド比率及び投資信託残高



左棒：アクティブ比率 (左軸)、右棒：投信残高/GDP比 (右軸)
(出所) 各国投資信託協会データ、IMF

⁴ 杉田浩治『投資信託の世界』(金融財政事情研究会、2018)

⁵ 杉田浩治「発足から40年を迎えるインデックスファンドーその軌跡と今後の展開ー」(日本証券経済研究所、2016)

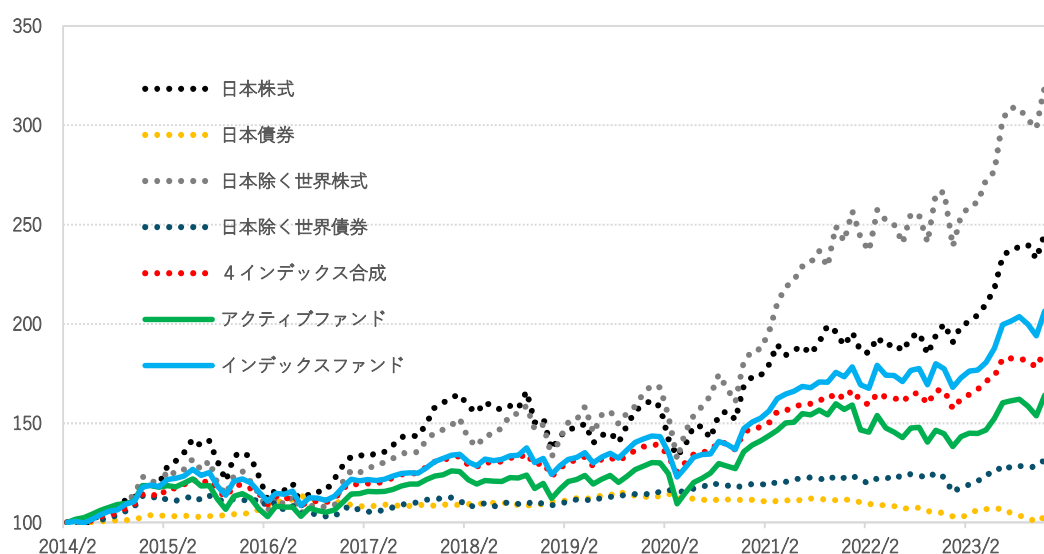
⁶ 運用増減額は、純資産増減額から資金増減額(設定額ー(解約額+償還額))を控除し収益分配額を加えた額である。

アクティブファンドよりもインデックスファンドの方が高く、シャープレシオ⁷においてもアクティブファンドよりインデックスファンドの方が高い。

日本株式や日本を除く世界株式の指数と比較しても、平均した日本のアクティブファンドの運用効率は振るわず⁸、これが継続するとすれば、現在アクティブファンドを利用して投資者の投資資金も、アクティブファンドからインデックスファンドへと、よりシフトしていく恐れがあるのではないだろうか。インデックスファンド比率の上昇すなわちパッシブ化は一層進む可能性が高いと考えられる。

(図表 3) 市場指数とインデックスファンド・アクティブのリターン

(2014/2=100)



	日本株式	日本債券	日本除く 世界株式	日本除く 世界債券	4 資産合成	インデックス ファンド	アクティブ ファンド
リターン	10.7%	0.3%	12.8%	2.9%	7.0%	8.3%	5.7%
標準偏差	15.1%	2.9%	16.9%	5.5%	8.5%	10.4%	10.7%
シャープレシオ	0.71	0.12	0.76	0.53	0.82	0.80	0.53

リターン、標準偏差は全て円建てで算出。日本株式: TOPIX 配当込み、日本債券: FTSE Japanese Government Bond Index、日本除く世界株式: MSCI Kokusai net total Return 円建て、日本除く世界債券: FTSE 世界国債インデックス 円建て

⁷ シャープレシオは (リスク資産リターン-無リスク資産リターン) / 標準偏差である。なお、日本の短期金利は当該期間中ゼロ近辺で推移していたので、ここでは無リスク資産のリターンは便宜的にゼロとみなしている。

⁸ 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」(p.29) では、日米欧の自国大型株式アクティブファンドの各ベンチマーク相対比較において日本の勝率が高いことが指摘されている。

https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf

3. 運用管理費用（信託報酬）率の推移と投資信託運用会社の収益率推移

(1) 運用管理費用（信託報酬）率の低下

図表 4 で示すように、インデックスファンド、アクティブファンドともに信託報酬率は低下傾向にある。そうした中でパッシブ化が進めば、信託報酬率の平均値はさらに低下することが予想される。なお、図表 4 における信託報酬率の内訳は、投資信託運用会社が受け取る委託者報酬、受託会社が受け取る受託者報酬、そして販売会社が受け取る代行報酬である⁹

インデックスファンドで各社が提供するプロダクトを差別化することは困難であろう。インデックスファンドが普及すればするほど価格競争は激しくなり、信託報酬すなわち金融機関にとっての収益であるフィーの低下は更に進むことが考えられよう。

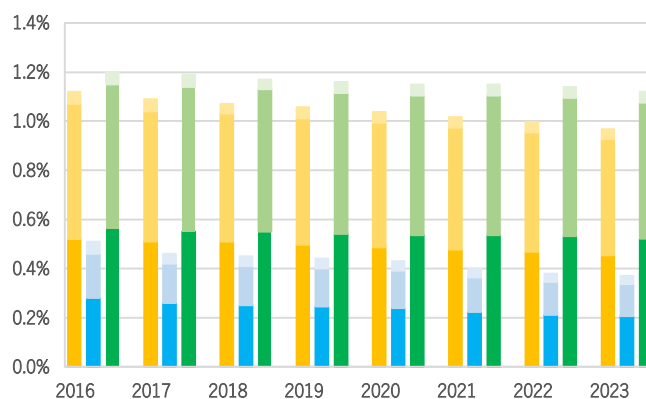
(2) 投資信託運用会社の収益率推移

信託報酬のうちの委託者報酬は、すなわち投資信託を提供する投資信託運用会社の収益である。図表 5 中の (A) は、約 80 社の投資信託運用会社の投資信託財産と投資信託残高から得る営業収益のうちの委託者報酬の率であり、2018 年は 0.45%、2023 年は 0.36%であった。投資信託残高が増大した一方で低下していることが見てとれる。

私募投資信託による報酬も含まれるが、それを加味せずとも、業界全体では、残高が増えても報酬率の低下が見られ、これは図表 4 で示す信託報酬率の低下が示すところと同様である。また、委託

(図表 4) 信託報酬率

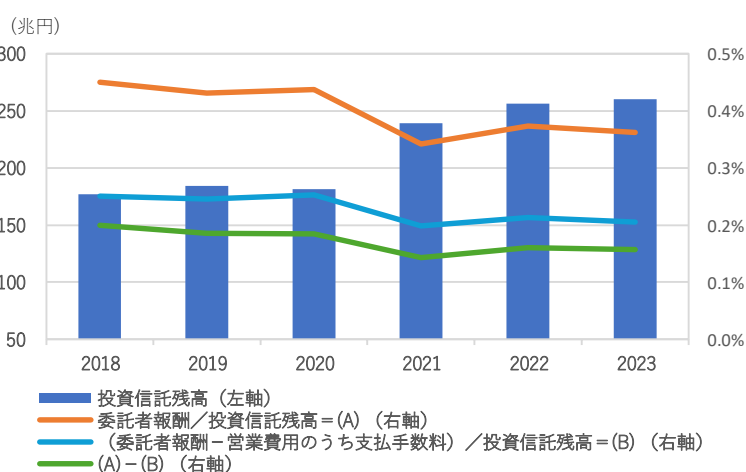
(各年左から株式投信追加型、インデックス、アクティブ)



各棒グラフ: 下から委託者報酬、代行報酬、受託者報酬の積み上げ

(出所) 投資信託協会ファクトブックより作成

(図表 5) 投資信託運用会社約 80 社の投資信託残高と委託者報酬



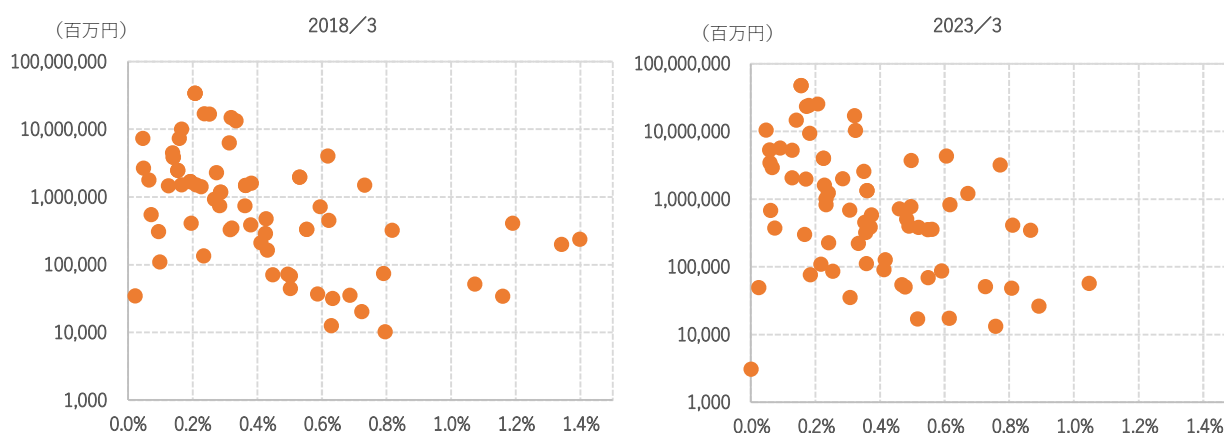
(出所) 投資信託協会「正会員の財務状況等に関する届出書」、投資信託協会統計データにより作成

⁹ 2019 年から 2023 年の内訳の比率は非公表のため、2016 年から 2018 年の平均で按分している。

者報酬から販売会社へ支払う代行報酬を支払った後の報酬率（図表 5 中の (B)）も、2018 年の 0.25% から 2023 年の 0.21% と低下している。パッシブ化は、投資信託運用会社にとって、収益とコストの両面を下げる要因ではあるが、収益への影響の方が大きいことがうかがわれ、インデックスファンドの残高が拡大してもネット報酬率の低下が予測される。

図表 6 は、投資信託運用会社約 80 社各社の投資信託残高から得ている委託者報酬率（図表 5 中の (A)）を、投資信託残高でプロットしたものである。2018 年と 2023 年を比較すると、一部を除いて低下していることが見てとれる。

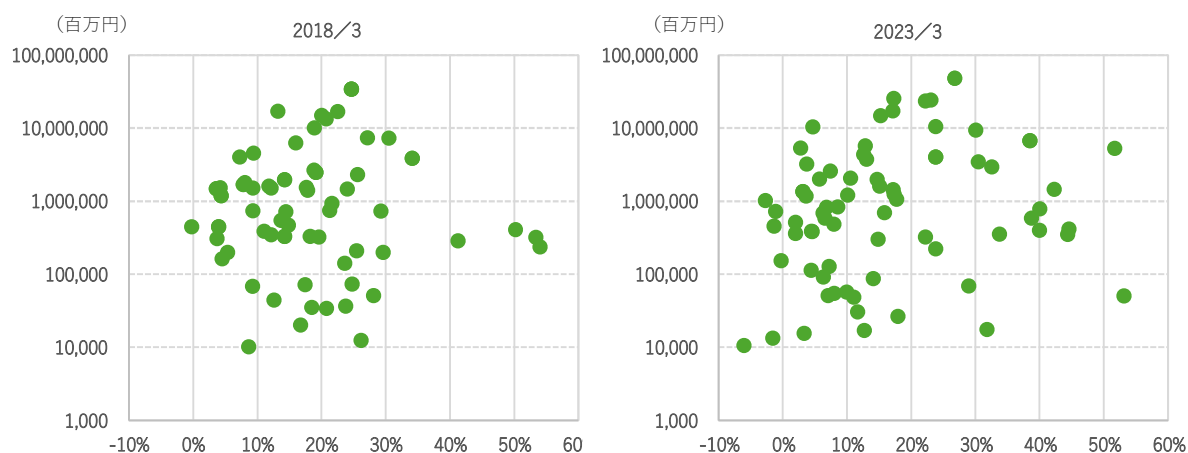
（図表 6）投資信託会社約 80 社の投資信託残高と委託者報酬割合の 2018 年と 2023 年の比較



（出所）投資信託協会「正会員の財務状況等に関する届出書」、投資信託協会統計データにより作成

同様に約 80 社各社の投資信託残高と経常利益率で見ると、全体的には安定しているものの、5 年前と比較すると、運用会社間の差が生じていることが見られる（図表 7）¹⁰。

（図表 7）投資信託会社約 80 社の投資信託残高と経常利益率の 2018 年と 2023 年の比較



（出所）投資信託協会「正会員の財務状況等に関する届出書」、投資信託協会統計データにより作成

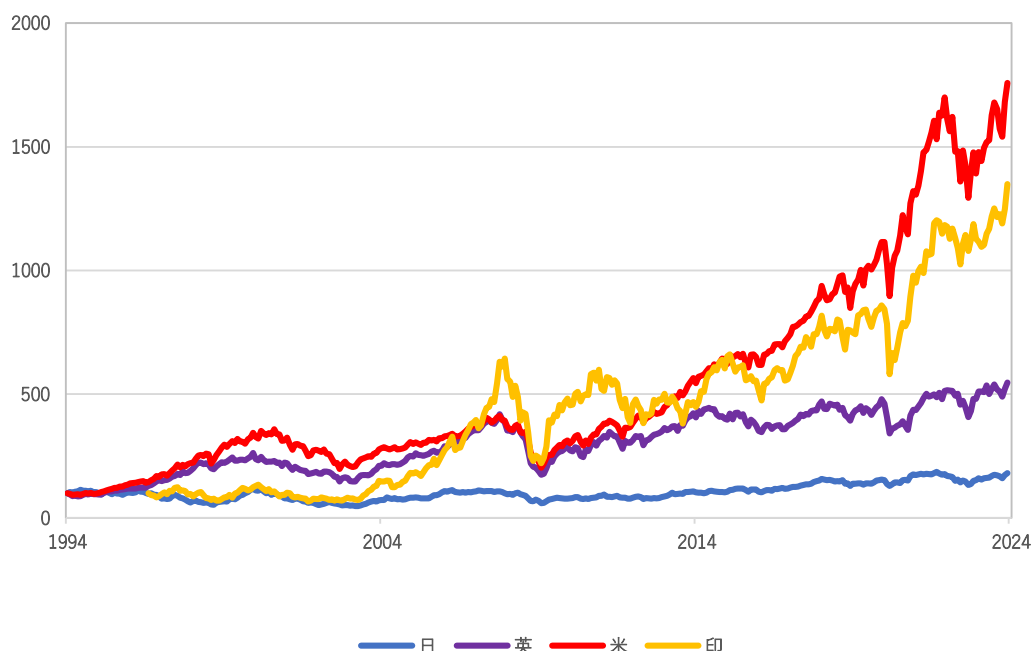
¹⁰ 2018 年平均 18.6%、2023 年平均 17.7%

パッシブ化が進み、投資信託市場における価格競争が激化するなかで個々の運用会社が収益を確保して存続していくためには、アクティブ運用のパフォーマンス向上によって差別化を図ることが求められるのではないだろうか。

4. 長期的に劣る日本株式のパフォーマンスと求められるアクティブファンドの活性化

日本、英国、米国とインドの株価指数推移について、同一通貨として米ドル建ての30年間の比較では、日本は他国の平均よりもリスクリターンのパフォーマンス（*）が低い。

(1994/1=100)
(印のみ1996/8=100)
(図表 8) 株価指数推移比較



1994/1-2004/1 (印1996/8-)	日	英	米	印
リターン	-3.2%	7.7%	10.8%	5.4%
標準偏差	22.0%	15.2%	17.6%	28.0%
シャープレシオ	-0.35	0.22	0.36	0.05
2004/1-2014/1	日	英	米	印
リターン	3.6%	6.7%	6.8%	11.6%
標準偏差	16.1%	17.6%	14.6%	31.4%
シャープレシオ	0.12	0.28	0.35	0.32
2014/1-2024/1	日	英	米	印
リターン	6.2%	2.8%	12.5%	11.5%
標準偏差	13.8%	16.0%	15.1%	19.4%
シャープレシオ	0.35	0.10	0.74	0.53

1994/1-2024/1 (印1996/8-)	日	英	米	印
リターン	2.13%	5.8%	10.1%	9.9%
標準偏差	17.0%	16.1%	15.6%	26.6%
シャープレシオ	-0.13	0.09	0.37	0.22

日本:TOPIX 配当込み、米国:S&P500 Total Return、英国:FTSE100 Total Return、インド:SENSEX Total Return、各国米ドル建てより作成

(*) シャープレシオ推計における無リスク資産は、Federal Funds Effective Rate, Monthly, Not Seasonally Adjusted の各該当期間の平均値である。1994/1-2024/1:2.47%、1996/8-2024/1:2.23%、1994/1-2004/1:4.38%、1996/8-2024/1:4/10%、2004/1-2014/1:1.7%、2014/1-2024/1:1.31% (出所) FRB

日本の株式市場については政府の資産運用立国宣言に関連して議論されているところであり、それらによって改革が成されている。直近10年のシャープレシオで見た日本株式のパフォーマンスはそれ以前より改善が見られ、英国より高くなっている。しかし、世界の株式市場の中核と言える米国と比較すると下回り続けている。市場が完全に効率的であると仮定すれば、理論的には各市場でシャープレシオは等しくなる。裏を返せば、日本の株式市場のシャープレシオが継続的に低いことは、日本の株式市場の効率性が低いことを示唆しているのではないだろうか。

そうであれば、市場の非効率的な部分を見つけ出すことで、アクティブ運用による超過リターンを得られる余地はあると言えるであろうし、各運用会社は夫々に運用力を発揮したいことは無論であろう。日本の株式市場が活性化すれば、市場の効率性が増し、日本株式のリスクリターンパフォーマンスが改善する可能性もあろう。

2.で述べた杉田 [2018]『投資信託の世界』では、パッシブ運用拡大がもたらす問題として、「アクティブ運用が果している『株式市場の資本配分機能』の低下を招くおそれ」や、「同一業種内の競争関係にある複数の企業の株式を、パッシブ運用を行う多数機関投資家が共通して保有する“コモンオーナーシップ”（共通株主）が増大する」を挙げ、その現象は「当該企業間の競争を弱め、消費者の利益を害する結果を招く」議論が盛んになったと説いている。

さらに古には、江口 [1961]『投資信託発展史論』¹¹で、投資信託の使命について「発行市場と流通市場とを分離する考え方はまったく形式論理」¹²であることの記述のなかで、「元来、証券市場は、国民経済発展の基礎である資本蓄積—固定資本を主軸とする発展—を促進すべき場である。そして資本市場としての発行市場は『資本蓄積の形態変化（貨幣資本から資本財への）媒介をする機構』であり、流通市場は、日々そのような『投資の再評価』の行なわれるところである。流通市場での株式の売買は、要するに、このような投資の再評価にしたがって、産業資本供給者の肩代わり交替が行なわれていることなのである」と記されている。ここで言う「再評価」とは、アクティブ運用によって為されることとすれば、投資信託運用会社の付加価値の源泉はその点にあるのでないだろうか。

勿論、個別のアクティブファンドのなかには、運用パフォーマンスが高いながら販売プロモーション等において注力されていないものもあり、運用会社と販売会社の連携のもと、販売会社のファンド採用等においてパフォーマンス調査をより高めることが大切であることも指摘したい。

アクティブファンドの運用によって、インデックスと同じリスクで高いリターン（もしくは

¹¹ 江口行雄『投資信託発展史論』（ダイヤモンド社、1961）

¹² 同著では、「（投資信託においては、増資新株の引受け、増資の払込み、社債の引受け以外の場合は、既発行証券へ投資するものであるから）それは産業資本の調達に寄与していないのではないか、という非難が世上によく行なわれている。この考え方は誤りであって、発行市場と流通市場との本質的関連をわきまえていないのみならず、投資信託の使命をもまったく理解していない批判である。」と記されている。



は同じリターンで低いリスク)を得ることで、運用会社は付加価値を獲得でき、アクティブ運用を通じて株式市場の効率性が高まり、これによりインデックスへの信頼も保たれ、投資信託の運用会社は社会的役割を果たすことができるようになるのではないかと考える。

1. (1) で述べたように、アクティブファンドが個人の資産運用に広く利用されないうちにインデックスファンドが注目されるようになってきた日本の特異事情に鑑みても、アクティブファンドの活性化が望まれる。

(問い合わせ先)

一般社団法人 投資信託協会
広報部 調査広報室
03-5614-8455
jita-research@toushin.or.jp